

## EFEK KALENDER BULANAN DI BURSA EFEK INDONESIA: BUKTI EMPIRIS DAN IMPLIKASI

C.Ambar Pujiharjanto<sup>1</sup>

### Abstract

*The presence of the seasonal or monthly effect in stock returns has been reported in several developed and emerging stock markets. This study investigates the existence of seasonality in return series of Indonesian Stock Exchange (ISE) of Indonesia. The study uses the log natural IHSZ for the period from 2005 to 2007 for the analysis. The results confirm the existence of seasonality in stock returns in ISE but do not support the “tax-loss-selling” hypothesis. Instead of “Year end effect” (January effect), we find an “October and November effect” in ISE. The results of the study invalidate the paradigm of the efficient market hypothesis in ISE meaning that, investors can time their share investments to improve returns.*

*Keywords: Seasonality, Monthly Effect.*

### PENDAHULUAN

Efisiensi pasar modal telah menjadi topik penelitian-penelitian empirik manajemen keuangan semenjak oleh Fama (1965; 1970) mendeskripsikan mengenai hipotesis pasar modal efisien (*Efficient Market Hypotheses*). Sejak saat itu banyak studi yang mendemonstrasikan dan berusaha melihat gerakan acak harga saham untuk membuktikan bahwa pasar efisien dalam bentuk lemah (*weakform efficiency*). Pada efisiensi bentuk lemah dinyatakan bahwa harga saham dengan segera mencerminkan informasi harga-harga di waktu yang lalu. Konsekuensinya adalah dari situasi tersebut investor tidak dapat memperoleh imbal hasil (*return*) secara konsisten dengan menggunakan informasi harga-harga di waktu yang lalu. Namun demikian dari studi-studi tersebut sampai sekarang juga ditemukan catatan-catatan penting tentang ketidakefisienan pasar modal, yang ditunjukkan berbagai variasi sistematis dari *return* saham, yaitu berupa anomali *return* saham yang berkaitan dengan waktu yang sering disebut sebagai efek kalender (*calendar effect*).

Kenyataan tersebut merupakan kontradiksi dari hipotesis pasar modal efisien khususnya efisiensi dalam bentuk lemah, karena dengan adanya anomali yang berkaitan dengan waktu, menunjukkan keyakinan dari para pelaku pasar bahwa masih terdapat celah untuk mendapatkan keuntungan dengan menggunakan informasi harga maupun volume perdagangan di waktu-waktu yang lalu. Pola yang dapat diidentifikasi dari anomali *return* saham yang berkaitan dengan waktu dibedakan menjadi *the day of the week effect*, *the week of the month effect*, dan *the month of the year effect*. *The day of the week effect* suatu situasi yang menunjukkan bahwa terjadi *return* yang berlebihan pada hari-hari tertentu dalam satu minggu, *the week of the month effect* adalah suatu situasi yang menunjukkan *return* yang berlebihan pada minggu tertentu dalam satu bulan, dan *the month of the year effect* suatu situasi yang menunjukkan *return* yang berlebihan bulan-bulan tertentu dalam satu tahun.

---

<sup>1</sup> Dosen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Pembangunan Nasional “Veteran” Yogyakarta

Bursa Efek Indonesia yang dapat dikategorikan ke dalam *emerging market* termasuk dalam pasar modal yang efisien dalam bentuk lemah. Oleh karena itu penelitian ini relevan dilakukan untuk mengkonfirmasi apakah kontradiksi hipotesis pasar modal dalam bentuk lemah dengan adanya eksistensi efek kalender.

Dari uraian di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah ingin menginvestigasi eksistensi efek kalender khususnya *the monthly of the year effect* dari return investasi saham di Bursa Efek Inonesia (BEI). Hasil studi ini diharapkan dapat bermanfaat untuk manajer keuangan, penasehat investasi, investor maupun calon investor yang tertarik untuk menanamkan dananya di pasar modal sebagai alternatif investasi.

Studi mengenai efek kalender meyakini bahwa rerata return saham tidak sama dalam semua periode waktu. *The month-of-the year effect* menunjukkan bahwa return dalam satu atau beberapa bulan lebih besar dari pada bulan-bulan lainnya. Di Amerika atau beberapa negara lain, the year-end month (December) sering disebut the tax month, yang menyatakan investor akan menjual saham untuk mengurangi pajak mereka, konsekuensinya adalah akan menekan harga saham dan mengurangi return saham. Kemudian di awal tahun berikutnya, investor mulai kembali membeli saham dan harga saham cenderung meningkat. Inilah yang menjadi argumentasi mengapa ada return yang tinggi pada awal tahun, yaitu pada bulan Januari.

Sejumlah studi empirik secara konsisten menemukan *Year-end effect* dan the *January effect*. Studi yang dilakukan Rozeff dan Kinney (1976) menemukan bahwa return saham pada bulan pertama dalam tahun secara signifikan berbeda (lebih besar) dari bulan-bulan lainnya. Keim (1983) telah menguji efek kalender dan ukuran perusahaan dan menemukan bahwa perusahaan-perusahaan kecil secara signifikan mempunyai return yang lebih tinggi dari perusahaan-perusahaan besar selama bulan Januari. Smirlock and Starks (1986) menemukan bukti dari *the day-of the- week effect* dan Ariel (1987) juga menemukan *intra-month effects* di pasar modal Amerika Serikat.

Studi dan temuan yang sama juga dilakukan oleh Lewis (1989) di pasar modal Inggris (UK), Tinic, Barone-Adesi and West (1990) di pasar modal Kanada dan Aggarwal, Rao and Hiraki (1990) di pasar modal Jepang, Boudreaux (1995) di tujuh pasar modal yaitu Denmark, France, Germany, Norway, Singapore/Malaysia, Spain and Switzerland, Bepari dan Mollik (2009) di pasar modal Bangladesh dan Alagidede (2008) di pasar modal Afrika.

## METODE PENELITIAN

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah IHSG perdagangan harian dari periode 2005 sampai dengan periode 2007. Pertimbangan periode tersebut dijadikan sebagai periode pengamatan, karena pada periode tersebut IHSG BEI menembus angka di atas 1000, suatu angka psikologis yang dianggap oleh investor sebagai titik awal stabilitas pasar modal. Dari periode tersebut terdapat sejumlah 728 hari pengamatan.

Efek kalender akan lebih mudah jika diditeksi dengan indeks pasar dari pada dengan menggunakan harga saham individu (Boudreaux, 1995). Maka dalam studi ini juga digunakan indeks pasar yaitu indeks harga saham gabungan (IHSG) harian di BEI, dan dalam hal ini digunakan *log natural IHSG (Ln IHSG)*.

Kemudian untuk menguji efek kalender digunakan model regresi berganda dengan menggunakan variabel dummy untuk bulan dalam tahun. Dengan demikian dalam model ini kita akan memberi notasi angka 1 untuk bulan Januari dan memberi angka 0 untuk bulan-bulan di luar bulan Januari, dan selanjutnya kita akan memberi angka 1 untuk bulan Pebruari dan memberi angka 0 untuk bulan-bulan lainnya, demikian dan seterusnya. Maka model untuk menguji efek kalender dapat dideskripsikan sebagai berikut:

$$\text{LnIHSG}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Jan} + \alpha_2 \text{Feb} + \alpha_3 \text{Mar} + \alpha_4 \text{Apr} + \alpha_5 \text{May} + \alpha_6 \text{Jun} + \alpha_7 \text{Jul} + \alpha_8 \text{Aug} + \alpha_9 \text{Sep} + \alpha_{10} \text{Oct} + \alpha_{11} \text{Nov} + \alpha_{12} \text{Dec} + \varepsilon_t$$

Di mana:

$\text{LnIHSG}_t$  : Log natural Indeks Harga Saham Gabungan di BEI

$\alpha_1$  : Konstanta

$\alpha_2, \text{dst}$  : Koefisien Regresi

$\text{Jan, dst}$  : adalah variabel independen yang berupa variabel dummy

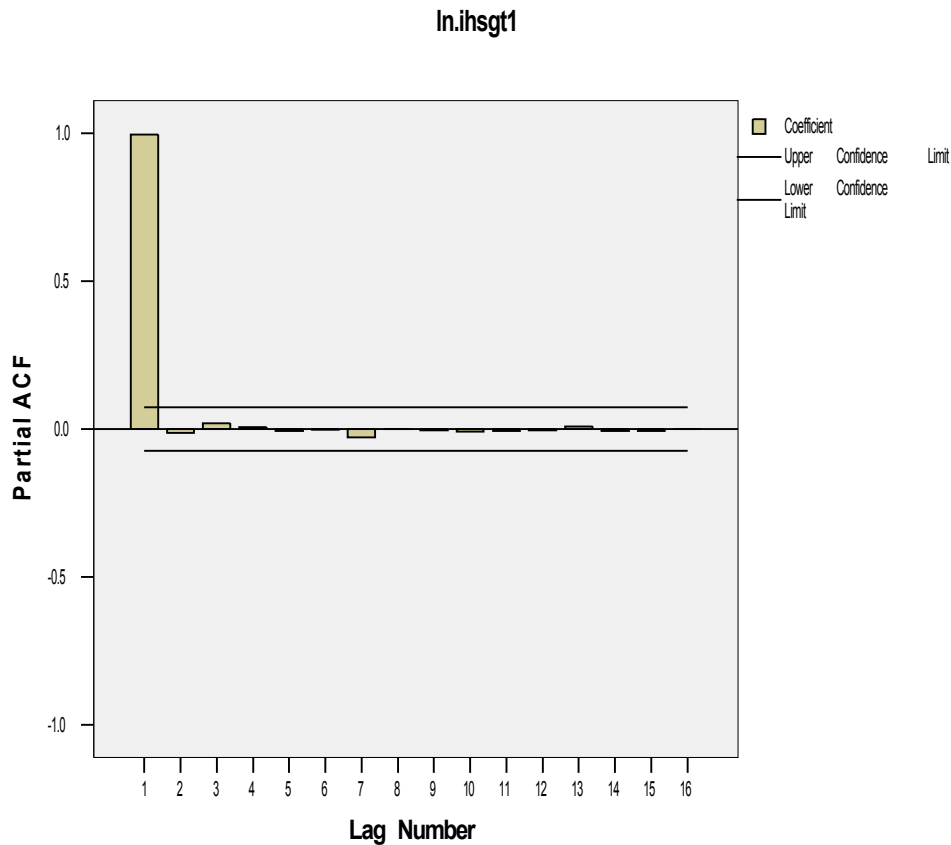
$\varepsilon_t$  : error term

Namun demikian sebelum dimasukkan ke dalam model, karena data berupa data runtun waktu maka perlu diuji lebih dulu apakah data stasioner atau tidak. Dalam analisis data runtun waktu maka data harus stasioner.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Sebagaimana disebutkan di atas, untuk menguji apakah efek kalender benar-benar terjadi di BEI, khususnya *the month-of-the year effect* digunakan model regresi berganda dengan variabel *dummy* bulan dalam tahun. Langkah pertama adalah menguji stasioneritas data dengan program SPSS.13. Sekumpulan data dinyatakan stasioner jika nilai rata-rata dan varian data *time series* tersebut tidak mengalami perubahan secara sistematis sepanjang waktu (konstan). Apabila data tidak stasioner akan menyebabkan *spurious regression* (regresi palsu) dan dapat menghasilkan residual yang stasioner (kointegrasi). Untuk mengatasinya dilakukan proses pembedaan stasioner (*Difference Stationer Process*).

Pada penelitian ini stasioneritas data akan di uji dengan teknik identifikasi kestasioner data *time series* melalui fungsi Autokorelasi (ACF). Oleh karena itu perlu dilakukan transformasi data, agar data menjadi stasioner, melalui *First Difference Stationer Process* dalam program yang sama, dan hasil dari tranformasi dapat diketahui seperti pada gambar berikut ini:



Gambar 1.  
Hasil Transformasi Stasioneritas Data

Dari hasil bahwa koefisien autokorelasi berada pada kisaran *upper confidence limit* dan *under confidence limit* yang berarti mempunyai varian konstan. Keadaan ini menunjukkan bahwa data *return* pasar dalam penelitian ini adalah data yang stasioner, dan dengan data yang stationer dengan sendirinya permasalahan autokorelasi tidak terjadi. Oleh karena permasalahan utama data *time series* adalah masalah autokorelasi, maka dengan kestasioneran data, maka penelitian ini dapat dilanjutkan pada tahap pengujian hipotesis.

Berdasarkan tabel 1, dapat diketahui bahwa koefisien beta terbesar dari *variabel dummy* yang secara signifikan kurang dari 5 persen terjadi pada bulan Oktober dan Nopember, yaitu dengan koefisien beta sebesar 0,111 dan 0,161. Keadaan ini menunjukkan pada bulan-bulan tersebut terjadi anomali positif IHSG yang berarti atau dengan kata lain terjadi gerakan positif dari harga-harga keseluruhan saham yang lebih pada bulan Oktober dan Nopember. Tetapi kenyataan ini tidak mampu menunjukkan adanya anomali *return* positif pada bulan Januari maupun anomali *return* negatif pada bulan Desember, sebagaimana temuan di negara-negara maju. Tetapi kenyataan ini serupa dengan risetnya Bhepari dan Mholik (2009) yang menemukan anomali *return* positif pada bulan April di Dhaka Stock Exchange. Sedangkan pada bulan-bulan yang lainnya tidak terjadi anomali, yang berarti di luar bulan Oktober dan Nopember tidak terjadi gerakan atau reaksi yang berlebihan dari harga-harga keseluruhan saham.

Sementara itu hasil analisis regresi linear berganda dapat dilihat pada tabel 1 berikut ini:

Tabel 1. Hasil Regresi Linier Berganda

Variabel	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-,080	,050		-1,615	,107
Januari	-,042	,071	-,029	-,590	,556
Februari	-,032	,073	-,021	-,440	,660
April	,044	,072	,029	,607	,544
Mei	,063	,071	,044	,886	,376
Juni	,046	,071	,032	,650	,516
Juli	,103	,071	,072	1,466	,143
Agustus	,086	,070	,061	1,225	,221
September	,092	,071	,063	1,290	,198
Oktober	,166	,072	,111	2,288	,022*)
Nopember	,236	,071	,161	3,297	,001*)
Desember	,082	,073	,053	1,112	,267

\*) Signifikan dalam 5%

Dependent Variable: LIHSGSTA

Lebih lanjut temuan dalam penelitian ini dengan demikian tidak mampu memberi dukungan atas fenomena umum yang terjadi pada pasar modal di negara maju yang menunjukkan terjadinya return positif yang berlebihan pada bulan Januari dan terjadinya return negatif yang berlebihan pada bulan Desember. Tetapi hasil riset ini memberi dukungan atas fenomena terjadi return yang berlebihan pada bulan-bulan tertentu.

## PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelitian yang menunjukkan bahwa koefisien variabel dummy yang secara positif signifikan selama periode penelitian terjadi pada bulan Oktober dan Nopember, dapat diinterpretasikan bahwa di BEI tidak terjadi atau menolak hipotesis *Tax-Loss-Selling*, karena pada bulan Desember tidak terjadi gerakan harga negatif yang berlebihan. Lebih lanjut dalam penelitian ini juga tidak ditemukan *January effect* karena koefisien variabel dummy pada bulan Januari juga tidak signifikan. Namun demikian penelitian ini mampu menunjukkan bahwa terdapat bulan-bulan tertentu sepanjang tahun yang menunjukkan anomali dibandingkan dengan bulan-bulan yang lain, yaitu anomali *return* positif pada bulan Oktober dan November. Kenyataan ini menunjukkan hasil yang berbeda dengan temuan-temuan di negara maju, yang menunjukkan adanya fenomena *January Effect* maupun *Tax-Loss Selling Effect*. Pada negara maju *January Effect* dapat terjadi karena transaksi pasar modal menjadi bergairah kembali setelah adanya liburan akhir tahun. Sementara Anomali *return* negatif pada bulan Desember dimungkinkan terjadi, karena menurunnya transaksi pasar modal menjelang liburan akhir tahun maupun persiapan dana yang cukup besar oleh para pelaku pasar khususnya berkaitan dengan pembayaran pajak pada akhir tahun. Meskipun di Indonesia para investor juga mempunyai agenda dengan waktu yang sama, namun fenomena *return* positif yang berlebihan pada bulan Januari maupun *return negatif* yang berlebihan pada bulan Desember tidak terjadi.

Namun demikian dalam penelitian ini ditemukan koefisien variabel dummy yang positif dan signifikan dalam 5% pada bulan Oktober dan November. Kenyataan ini memberi dukungan atas fenomena yang menunjukkan terjadinya *return* positif yang berlebihan pada bulan-bulan tertentu sepanjang tahun. Koefisien variabel dummy yang positif dan signifikan pada bulan Oktober dan November sekaligus menunjukkan meningkatkannya transaksi perdagangan di kedua bulan itu. Salah satu penjelasan yang dapat diberikan adalah terjadinya perayaan hari raya keagamaan (Idul Fitri dan Natal) yang sangat berdekatan pada periode penelitian. Hal ini kemudian mendorong terjadinya peningkatan transaksi sebelum hari raya dan ini mendorong peningkatan IHSG di BEI (dalam teori sering disebut *Holiday effect*). Penjelasan lain yang dapat diberikan adalah adanya kestabilan sosial, politik, ekonomi dan keamanan di Indonesia pada periode penelitian, sehingga pemodal juga tidak merasa khawatir tentang pengembalian dananya ketika melakukan investasi (terutama investor asing) yang merupakan mayoritas investor di BEI.

## KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui efek kalender di BEI. Melalui pendekatan model regresi berganda dengan menggunakan variabel dummy bulan, ditemukan bahwa di BEI tidak ditemukan *return* positif yang berlebihan pada bulan Januari maupun *return* negatif yang berlebihan pada bulan Desember atau sering disebut *January effect* maupun *Tax-loss-selling* sebagaimana temuan penelitian di negara-negara lain, terutama negara maju. Tetapi dalam penelitian ini ditemukan anomali positif IHSG yang signifikan pada bulan Oktober dan November. Temuan ini juga mengindikasikan di BEI gerakan harga saham tidak bersifat random meskipun reaksi tersebut dimungkinkan berkaitan dengan kedekatan hari raya Idul Fitri dan Natal. Implikasi yang dapat diambil adalah bahwa investor mempunyai kesempatan untuk mendapatkan *return* dengan memperhatikan variabel waktu.

## DAFTAR PUSTAKA

- Aggarwal, R., Ramesh P. Rao and Takto Hiraki, "Regularities in Tokyo Stock Exchange Security Returns: P/E, Size and Seasonal Influences," *Journal of Financial Research*, vol. 13, (Fall 1990), 249-263.
- Alagidede, Paul, "Month-of-the-year and pre-holiday seasonality in African stock Markets," Stirling Economics Discussion Paper 2008-23, November 2008.
- Ariel, Robert A., "A Monthly Effect in Stock Returns," *Journal of Financial Economics*, Vol. 18, (March 1987), 161-174.
- Bepari and Mollik, "Seasonalities in the Monthly Stock Returns: Evidence from Bangladesh Dhaka Stock Exchange (DSE)," *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 24 (2009), 167-176.
- Boudreaux, Denis O., "The Monthly Effect in International Stock Markets: Evidence and Implications," *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 8, No. 1, (1995), 15-20. Paper Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=876551>
- Fama, Eugene F., "The Behavior of Stock Market Prices," *Journal of Business*, Vol. 38, (January 1965), 34-105.

- Fama, Eugene F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory & Empirical Work," *Journal of Finance*, 1970, pp. 383-417.
- Keim, Donald R. "Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, 1983, pp. 13-32.
- Lewis, Mario, "Stock Market Anomalies: A Re-Assessment Based on the U.K. Evidence," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 13, (1989), 675-696.
- Rozeff, M.S., and Kinney, W.R.(1976), "Capital Market Seasonality: The Case of StockReturns", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 379-402.
- Smirlock, Michael, and Laura Starks, "Day of the Week and Intraday Effects in Stock Returns," *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, 1986, pp. 197-210.
- Tinic, Seha M., Giovanni Barone-Adesi and Richard R. West, "Seasonality in Canadian Stock Prices: A Testof the 'Tax-Loss Selling' Hypothesis," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 22, 1987, pp. 51-64.

## Lampiran 1.

### Autocorrelations

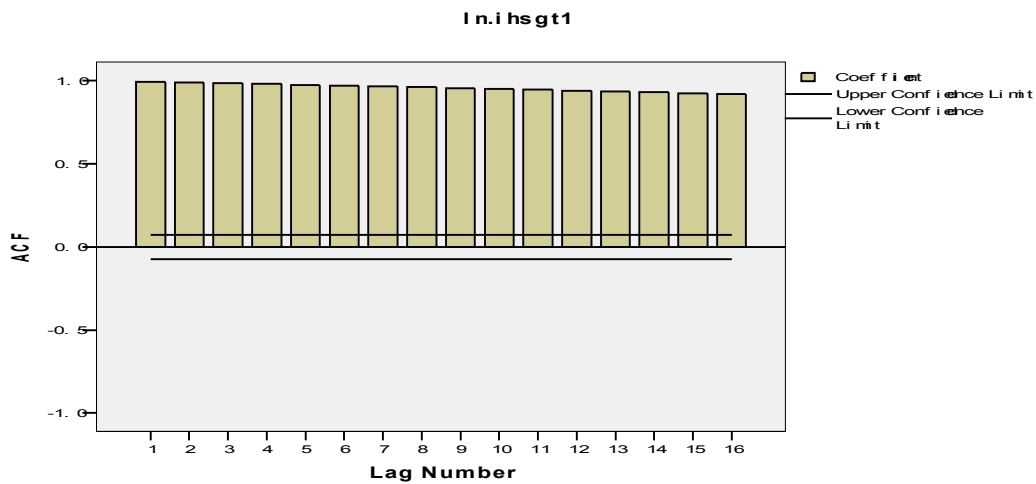
Series: ln.ihsqt1

Lag	Autocorrel	Std.Error(a	Box-Ljung Statistic
-----	------------	-------------	---------------------

	ation )		Value	df	Sig.(b)
1	,995	,037	722,832	1	,000
2	,990	,037	1439,351	2	,000
3	,985	,037	2149,898	3	,000
4	,980	,037	2854,606	4	,000
5	,976	,037	3553,412	5	,000
6	,971	,037	4246,317	6	,000
7	,966	,037	4932,975	7	,000
8	,961	,037	5613,441	8	,000
9	,956	,037	6287,711	9	,000
10	,951	,037	6955,709	10	,000
11	,945	,037	7617,391	11	,000
12	,940	,037	8272,768	12	,000
13	,935	,037	8921,996	13	,000
14	,930	,037	9565,055	14	,000
15	,925	,037	10201,906	15	,000
16	,920	,037	10832,586	16	,000

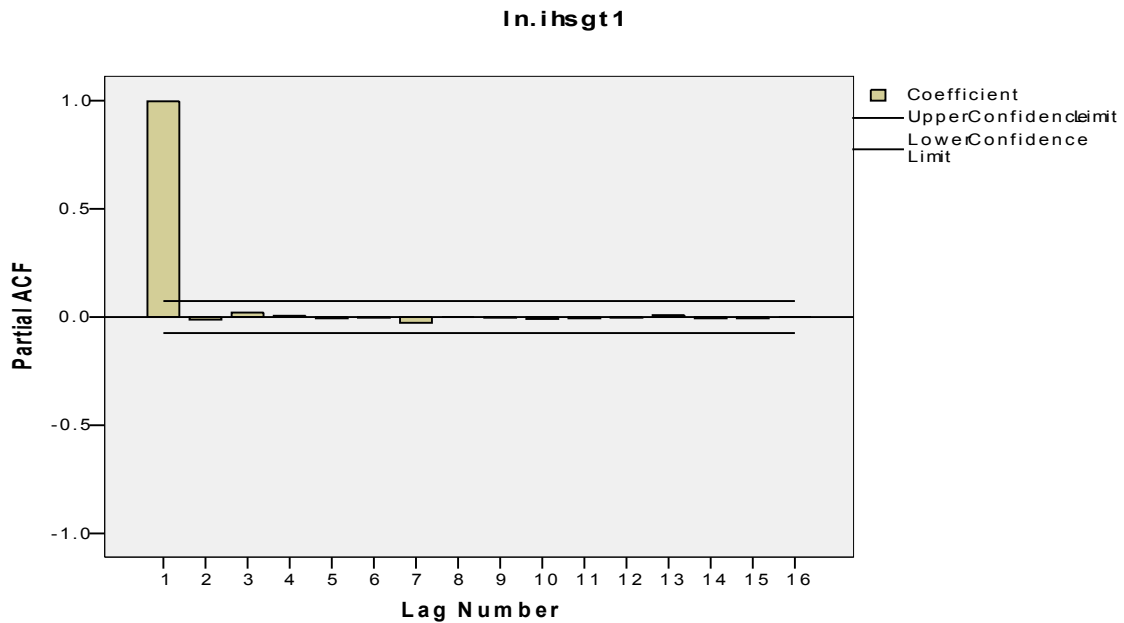
a. The underlying process assumed is independence (white noise).

b. Based on the asymptotic chi-square approximation.



Lampiran 2.





## LAMPIRAN 3

## Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,185(a)	,034	,019	,4007421724

a Predictors: (Constant), desember, feb, oktober, april, nopember, september, juni, mei, jan, juli, agustus

## ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4,076	11	,371	2,307	,009(a)
	Residual	114,986	716	,161		
	Total	119,061	727			

a Predictors: (Constant), desember, feb, oktober, april, nopember, september, juni, mei, jan, juli, agustus

b Dependent Variable: LIHSGSTA

## Coefficients(a)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t		Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-,080	,050		-1,615	,107
	jan	-,042	,071	-,029	-,590	,556
	feb	-,032	,073	-,021	-,440	,660
	april	,044	,072	,029	,607	,544
	mei	,063	,071	,044	,886	,376
	juni	,046	,071	,032	,650	,516
	juli	,103	,071	,072	1,466	,143
	agustus	,086	,070	,061	1,225	,221
	september	,092	,071	,063	1,290	,198
	oktober	,166	,072	,111	2,288	,022
	nopember	,236	,071	,161	3,297	,001
	desember	,082	,073	,053	1,112	,267

a. Dependent Variable: LIHSGSTA